

## 需求空间广，综合优势推进市占率提升

### ——三棵树（603737）2018年中报点评

2018年8月15日

推荐/首次

三棵树

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojis@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

#### 事件：

公司2018年上半年实现营业总收入13.25亿元，同比增加31.59%，实现归属于上市公司股东的净利润0.59亿元，同比增长46.27%。每股收益为0.44元，同比增加41.94%。

#### 公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入（百万元）	212.91	524.71	483.19	727.40	335.42	671.88	710.17	902.00	388.87	936.66
增长率（%）	75.00%	14.43%	36.41%	24.50%	57.54%	28.05%	46.98%	24.00%	15.94%	39.41%
毛利率（%）	46.59%	46.63%	43.82%	45.07%	39.97%	40.41%	39.83%	41.64%	42.13%	40.61%
期间费用率（%）	63.18%	33.12%	36.65%	29.63%	48.94%	29.24%	28.83%	29.04%	47.22%	28.45%
营业利润率（%）	-17.85%	11.24%	4.80%	13.40%	-10.20%	9.07%	8.59%	14.78%	-1.87%	9.15%
净利润（百万元）	-13.78	47.89	18.20	81.36	-12.84	53.21	49.68	85.92	-7.80	66.86
增长率（%）	34.93%	-9.92%	34.46%	16.23%	6.87%	11.12%	173.05%	5.61%	39.20%	25.65%
每股盈利（季度，元）	-0.18	0.48	0.18	0.81	-0.13	0.53	0.50	0.84	-0.08	0.50
资产负债率（%）	45.61%	35.41%	37.04%	42.63%	44.98%	46.42%	47.90%	46.44%	47.35%	53.67%
净资产收益率（%）	-2.55%	6.60%	2.01%	8.69%	-1.32%	5.48%	4.96%	8.01%	-0.70%	5.92%
总资产收益率（%）	-1.40%	3.99%	1.28%	5.21%	-0.74%	2.98%	2.62%	4.23%	-0.37%	2.92%

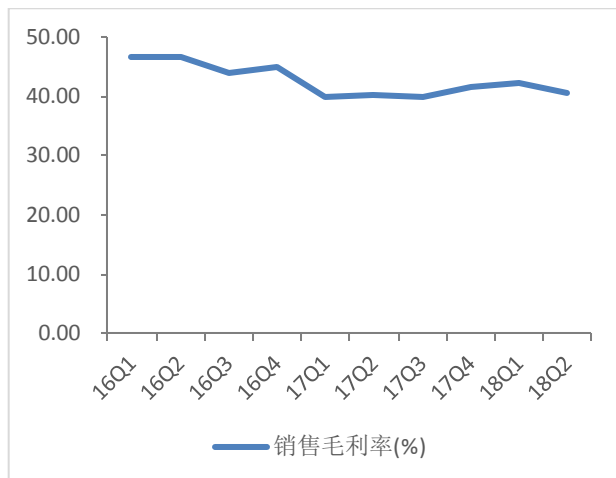
#### 观点：

- **量价齐升，营业收入高增长。**2018年上半年，公司主营业务各类产品共实现销量25.9万吨，较上年同期增长30.48%，价格方面，除工程墙面漆均价小幅下调1.96%外，其余各类产品均出现5%-25%之间不同程度增长。其中工程墙面漆营业收入6.3亿元，同比增长34.56%，占公司营业总收入47.53%；家装墙面漆收入3.42亿元，同比增长5.36%，占公司营业总收入25.76%；木器漆、胶黏剂等其余产品共计实现收入3.54亿元，同比增长64.8%，占公司营业总收入26.71%。
- **原材料涨跌互现，毛利率小幅提升。**2018年上半年公司综合毛利率为41.06%，同比上升0.79个百分点。从上半年原材料价格平均采购价格来看，钛白粉、树脂、溶剂等价格出现上涨，颜填料、乳液、助剂价格则有所下降，总体来看，公司营业成本同比增长29.84%，略低于营业收入增速。
- **期间费用率下降，助推盈利水平提升。**公司销售费用、管理费用分别同比增长28.15%、23.08%，财务费用同比大幅下降521.26%，各项期间费用增速均低于营业收入增长速度，使得销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降0.62、0.77、0.45个百分点，期间费用率降低1.84%，下降明显。毛利率的

小幅上升叠加期间费用率的降低, 进一步放大公司的盈利能力。2018 年上半年公司净利润率为 4.46%, 在资产减值损失同比增长 0.94%及营业外收入减少的情况下, 依然同比提高 0.45%。公司上半年加权净资产收益率 5.18%, 同比提高 1.1 个百分点。

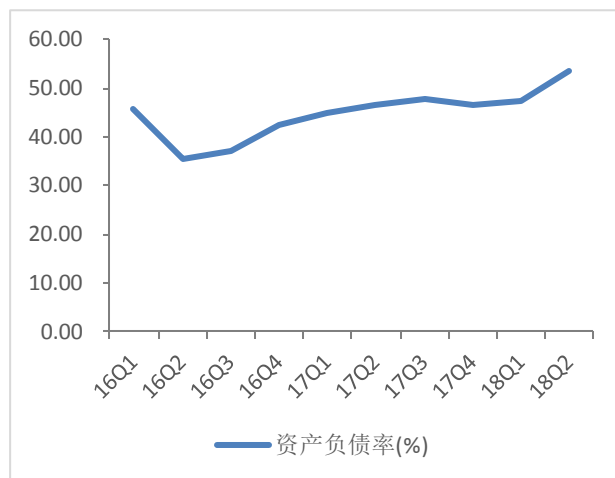
- **公司需求态势良好, 行业发展空间巨大。**2018 年上半年, 受益于 2016 年和 2017 年地产销售的旺盛使得行业需求保持较好的态势, 并且房屋二次装修进入集中释放期, 存在巨大的存量将使行业需求保持较好态势, 人均建筑涂料用量依旧存在较大提升空间。公司立足三四线城市的同时向一二线城市逐步突破, 通过家装市场的逐步推进, 需求有望持续向好。
- **深化向“综合服务商”转型, 品牌和渠道建设推进市场。**公司由涂料销售向后期延展, 加强施工与咨询服务, 报告期内, 公司“马上住”服务网点及订单数均呈现出大幅度增长, 不断增强涂装一体化能力, 通过电商平台网络的持续搭建提升服务效率与质量。与大型房地产商合作的进一步加深将促进在实现工程墙面业务的稳定增长。公司同线上新媒体和以及线下活动不断培育自身品牌知名度。“三棵树”品牌连续十二年入选世界品牌实验室评选的“中国 500 最具价值的品牌”, 位居行业前列。
- **产能加码, 市场份额有望提升。**我国涂料市场集中度较低, 环保政策趋严促使小产能逐步退出, 在消费升级和政策驱动背景下, 绿色健康涂料将是未来趋势, 公司深耕涂料市场多年, 重视技术投入, 有品牌优势, 产品健康、环保, 销售渠道日益完善。目前公司在安徽明光、河北博野、福建莆田等地新增投资, 未来产能得到释放后将进一步提升市场份额。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 1.86 元、2.46 元和 3.40 元, 对应 PE 分别为 23 倍、17 倍和 13 倍, 考虑到公司技术、品牌优势突出, 渠道建设不断完善, 未来市场市占率的提升将带来广阔发展空间。首次给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 房地产市场销售下滑超出市场预期, 原材料价格大幅波动风险。

图 1: 三棵树毛利率变化



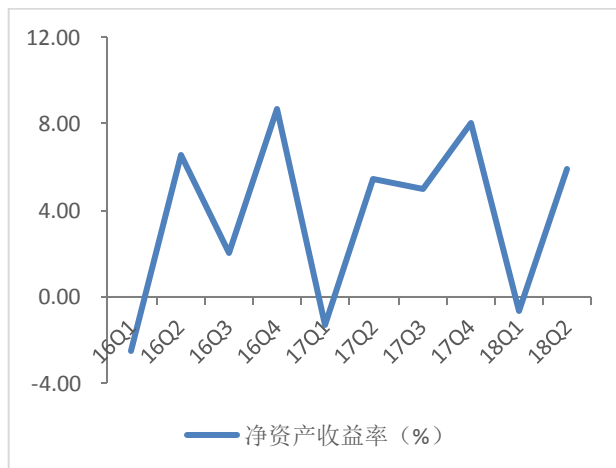
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 三棵树资产负债率变化



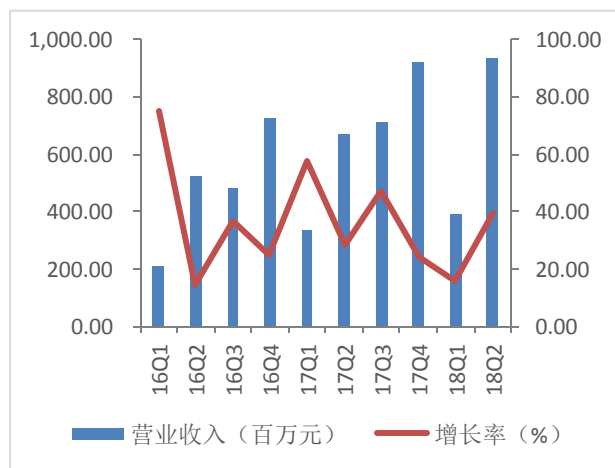
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 三棵树单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 三棵树单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

**公司盈利预测表**

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	816.75	1093.72	1491.82	2032.15	2867.74	<b>营业收入</b>	1948.21	2619.46	3458.00	4597.00	6311.00
货币资金	159.49	199.72	415.52	610.25	926.76	<b>营业成本</b>	1064.82	1555.46	2033.00	2715.00	3730.00
应收账款	271.26	486.46	642.15	853.66	1171.94	营业税金及	31.27	36.88	48.76	64.82	88.99
其他应收	14.78	34.48	45.52	60.52	83.08	营业费用	484.59	563.39	708.89	942.39	1293.76
预付款项	38.70	25.35	23.32	20.60	16.87	管理费用	224.62	266.97	352.72	468.89	643.72
存货	127.17	187.81	245.46	327.81	450.36	财务费用	(8.32)	(3.10)	(1.08)	(6.15)	(9.22)
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损	9.66	13.46	10.00	10.00	10.00
<b>非流动资</b>	885.97	995.44	1134.01	1261.82	1377.73	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.04	1.63	1.63	1.63	1.63
固定资产	354.81	492.97	745.46	907.95	1048.73	<b>营业利润</b>	141.61	221.06	307.35	403.69	555.39
无形资产	154.60	150.33	135.29	120.26	105.23	营业外收入	31.21	0.12	0.12	0.12	0.12
其他非流	41.88	32.88	32.30	32.30	32.30	营业外支出	3.83	7.33	7.32	7.32	7.32
<b>资产总计</b>	1702.72	2089.16	2625.83	3293.97	4245.47	<b>利润总额</b>	168.99	213.85	300.15	396.49	548.19
<b>流动负债</b>	715.18	958.82	1208.77	1535.61	2020.97	所得税	35.33	37.87	53.16	70.22	97.08
短期借款	140.35	90.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	133.66	175.97	246.99	326.27	451.11
应付账款	361.43	416.98	612.68	818.22	1124.11	少数股东损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	25.51	30.02	36.93	46.13	58.75	归属母公司	133.66	175.97	246.99	326.27	451.11
一年内到	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	173.20	264.36	366.55	469.83	631.10
<b>非流动负</b>	10.64	11.29	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (元)</b>	1.49	1.76	1.86	2.46	3.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>负债合计</b>	725.82	970.11	1208.77	1535.61	2020.97	<b>成长能力</b>					
少数股东	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增	28.28%	34.45%	32.01%	32.94%	37.29%
实收资本	100.00	102.18	132.84	132.84	132.84	营业利润增	11.64%	56.11%	39.03%	31.35%	37.58%
资本公积	321.45	390.33	390.33	390.33	390.33	归属于母公	15.71%	31.66%	40.36%	32.10%	38.26%
未分配利	507.85	640.33	882.43	1202.24	1644.42	<b>获利能力</b>					
归属母公	976.90	1119.04	1461.58	1787.85	2238.95	毛利率(%)	45.34%	40.62%	41.21%	40.94%	40.90%
<b>负债和所</b>	1702.72	2089.16	2625.83	3293.97	4245.47	净利率(%)	6.86%	6.72%	7.14%	7.10%	7.15%
<b>现金流</b>	单位:百万元					总资产净利	7.85%	8.42%	9.25%	9.82%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.68%	15.73%	16.90%	18.25%	20.15%
<b>经营活动</b>	37.31	250.67	403.09	382.01	501.47	<b>偿债能力</b>					
净利润	133.66	175.97	246.99	326.27	451.11	资产负债率	42.63%	46.44%	45.27%	46.21%	47.44%
折旧摊销	39.91	46.40	0.00	72.29	84.93	流动比率	1.14	1.14	1.23	1.32	1.42
财务费用	8.32	3.10	1.08	6.15	9.22	速动比率	0.96	0.94	1.03	1.11	1.20
应付帐款	181.05	55.55	195.71	205.53	305.89	<b>营运能力</b>					
预收帐款	5.68	4.51	6.92	9.19	12.62	总资产周转	1.45	1.38	1.47	1.55	1.67
<b>投资活动</b>	(353.12)	(120.27)	(193.92)	(193.44)	(194.18)	应收账款周	8.93	6.91	6.13	6.15	6.23
公允价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周	3.93	4.00	3.95	3.79	3.84
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	0.04	1.63	1.63	1.63	1.63	每股收益(最	1.49	1.76	1.86	2.46	3.40
<b>筹资活动</b>	343.57	(90.17)	6.63	6.15	9.22	每股净现金	0.04	0.09	1.62	1.47	2.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	9.77	10.95	11.00	13.46	16.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增	25.00	2.18	30.65	0.00	0.00	P/E	28.46	24.10	22.81	17.27	12.49
资本公积	310.18	68.88	0.00	0.00	0.00	P/B	4.34	3.87	3.85	3.15	2.52
<b>现金净增</b>	27.77	40.23	215.80	194.73	316.51	EV/EBITDA	24.38	15.98	14.24	10.69	7.46

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师: 赵军胜

中央财经大学经济学硕士, 2008年进入证券行业, 多年行业研究经验, 2011年加盟东兴证券, 从事建材、建筑等行业研究。2014年(暨2013年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名, 最高涨幅第1名。2016年(暨2015年度)“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名, 建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名, 建筑装饰行业第1名。2017年(暨2016年度)“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。